

#RememberVolcker

Posted on 22 de junio de 2022 by José Antonio y Miguel Ángel Herce

Incomparable hermano, el caballo blanco de Santiago es, como todo el mundo sabe, del color que a cada uno le parece. Sobre todo, en estos tiempos. Y no solo porque lo postulase hace siglos el famoso estructuralista extremeño, don Ramón de Campoamor, quien en su «Ley Campoamor» expuso claramente el «conceto»: Y es que en el mundo traidor / nada hay verdad ni mentira: / todo es según el color / del cristal con que se mira. ¿Blanco? ¡Pues Rosa!

Las Redes Sociales están acabando de dar carta de naturaleza a los debates más absurdos (y somos amables) que se pueda imaginar. Y son absurdos porque en ellos se mezclan, como en el tango, ignorantes, sabios o chorros… lo mismo un burro que un gran profesor El tango se llama Cambalache y dice así la estrofa: Hoy resulta que es lo mismo ser derecho que traidor / Ignorante, sabio o chorro, pretencioso estafador / Todo es igual, nada es mejor / lo mismo un burro que un gran profesor. Puede leerse la soberbia letra de este tango y escucharlo interpretado por su creador, Julio Sosa, u otros intérpretes como el gran Enrique Santos Discépolo en: https://www.google.com/search?q=siglo+veinte+tango&sxsrf=ALiCzsYczA9YRozQH7c-_VsXW0G10VH7Cw%3A1655629735237&ei=p-euYsGLDoSAur4PkKWCwAo&ved=0ahUKEwiB-_2xlbn4AhUEgM4BHZCSAKgQ4dUDCA4&uact=5&oq=siglo+veinte+tango&gs_lcp=Cgdnd3Mtd2l6EAMyBggAEB4QFjIGCAAQHhAWMgYIABAeEBY6BwgAEEcQsAM6CwgAEIAEELEDEIMBOhEIL

hCABBCxAxCDARDHARCjAjoICC4QsQMQgwE6EQguEIAEELEDEIMBEMcBENEDOggIABCABBCxAzoRCC4QgAQQsQMQxwEQowIQ1AI6BAgjECc6BAgAEEM6EQguEIAEELEDEMcBENEDENQCOgsILhCxAxCDARDUAjoHCAAQsQMQQzoFCAAQgAQ6CAguEIAEENQCOgsILhCABBDHARDRAzoLCC4QgAQQxwEQrwE6CAgAEB4QDxAWSgQIQRgASgQIRhgAUK0KWNgqYPEtaANwAXgAgAHsAYgBoRaSAQYwLjE3LjGYAQCgAQHIAQjAAQE&sclient=gws-wiz .

Cuando la duda asalta, conviene atenerse a evidencias contrastadas, y a los que saben de la cosa. En esta entrada, la cosa es la inflación que nos asola.

Resulta oportuno describir el debate popular sobre la cuestión. En primer lugar, se constata que el Índice General de Precios al Consumo (IPC) está subiendo desproporcionadamente desde la segunda mitad del año 2021 en la mayoría de los países de la OCDE, entre los que se encuentran países avanzados y emergentes. Esto nadie lo niega. Es más, dos de sus grandes epígrafes, los de energía y alimentos sin elaborar, están aumentando enormemente y dominando, por ahora, la subida del IPC general.

Cuando al IPC general se le extraen estos dos componentes nos quedamos con el IPC «subyacente». Se toma este como un IPC particular subyacente al general. Extrayendo unos u otros componentes se podrían definir multitud de IPC particulares para el análisis de sectores o grupos socioeconómicos afectados especialmente por cada uno de estos posibles IPC. Pero reservamos la calificación de «subyacente» para un IPC al que le hemos extraído los componentes antedichos de energía y alimentos sin elaborar.

Recuérdese que lo que denominamos inflación es la variación, normalmente en un periodo anual, del IPC, expresada en tanto por ciento. Si el IPC pasa de 100 a 110 en un año diremos que la inflación en ese año ha sido de un 10%El IPC es un «número índice» cuyo valor de base está normalizado a 100 en un «año base» dado y que se compone de numerosos grupos de sub-índices que llegan a cientos de productos representativos de una cesta de la compra típica. El valor absoluto del IPC carece de interpretación económica, pero su variación en el tiempo refleja la variación general de los precios de los bienes que la cesta mencionada incluye. Se dice en el texto principal que la inflación anual sería del 10% si el IPC pasa de 100 a 110 en un año. Esto es una simplificación. El IPC se mide mensualmente, una frecuencia elevada y necesaria para hacer un adecuado seguimiento de la inflación. En cada mes se obtienen dos tasas de inflación, al menos: la variación entre dos meses consecutivos (variación mensual) y la variación entre ese mismo mes del año precedente y del actual (variación anual). La manera correcta de medir la inflación media, en un año cualquiera (a efectos de revalorización de rentas y contratos, por ejemplo) es la de obtener la media de las tasas anuales de inflación de los doce meses del año transcurrido. Esta es también la manera más justa, pues es la que mejor representa la pérdida (o ganancia, en caso de variación

negativa del IPC) de poder adquisitivo de una renta dada cuando el IPC aumenta progresivamente y la inflación se acelera mes a mes. También cuando la inflación, siendo positiva en cada mes, se desacelera.. Así como hablamos de inflación general del IPC, hablamos también de inflación subyacente cuando al IPC general le extraemos los componentes de energía y alimentos sin elaborar.

Si, por cualquier vía, logramos evitar que lo que le pase a la energía y los alimentos no elaborados en materia de inflación particular se contagie a los precios del resto de productos que componen el IPC, entonces veremos que, mientras estos otros productos no inflen sus precios por otras causas, la inflación energética o alimentaria no está pasando a la subyacente. Esto sería una magnífica noticia, dentro de lo grave que es que el IPC general sufra una inflación que está rozando los dos dígitos.

¿Qué está pasando en las redes y medios sociales, incomparable gemelo? Pues que la inflación está perturbando a muchos agentes económicos, como no podía ser menos, y se han desatado las interpretaciones. Este debate, bastante opinático, por cierto, se está viendo estimulado por declaraciones del gobierno y la oposición sobre las causas de la inflación que dejan mucho que desear. Para no ser menos, los animosos usuarios de las redes sociales opinan lo que les da la gana. Y, entre los economistas, también se leen o escuchan opiniones que confirman la Ley Campoamor del cristal-con-que-se-mira.

La última palabra, Incomparable, la están teniendo aquellos que «ya advirtieron» cuando, hace más de una década, los bancos centrales empezaron a multiplicar sus balances comprando todo tipo de papel emitido por corporaciones, entidades financieras y soberanos (los gobiernos), que esto traería inflación incontenible.

Así, aprovechando que la inflación pasa por Valladolid, como el Pisuerga, se alzan aquellos, sapientísimos, diciendo aquello de … ¡ya lo dijimos! Da igual que la inflación tarde diez o más años. Aquí está y, a falta de una mejor comprensión de sus causas, pues aquella inflación de balances de los creadores del dinero, por fin, al parecer, ha traído una inflación de precios que solo puede ir a más. Si esta es la verdadera causa, que Dios nos coja confesados, pues la normalización de los hábitos de tenencia de efectivo y depósitos (las dos formas básicas de mantener dinero), con la descomunal base monetaria que implican los balances inflados de los bancos centrales, podría multiplicar el dinero en circulación provocando tales excesos de demanda de bienes y servicios en los principales países avanzados que cebarían fuertemente la bomba de la inflación… hasta que alguien interviniese.

Bueno, no nos apuntamos a esta tesis de que la inflación que observamos hoy trae causa de la inflación de los balances de los bancos centrales durante todo el periodo transcurrido

desde el estallido de la crisis financiera.

Se desconoce, por parte del gran público, que, en condiciones normales, un banco central solo crea una de cada diez unidades monetarias en circulación. Se cree más bien que las crea todas. Las otras nueve unidades las crea el sistema bancario comercial expandiendo su base de crédito aprovechando que solo debe mantener en sus arcas una pequeña fracción de sus depósitos en forma de reservas para atender a operaciones de retirada de efectivo por parte de sus clientes.

No es necesario entrar en esta operativa en detalle, pero debe retenerse esta idea de que los bancos comerciales crean dinero, no como lo hacen los bancos centrales, que lo crean de la nada para comprar el papel que les venden los bancos comerciales (que a su vez lo han adquirido de emisores soberanos o corporativos), sino girando y reciclando en forma de créditos y préstamos el aumento de los depósitos producido por la puesta en circulación de la base monetaria creada por los bancos centrales. Este giro y reciclaje es tan potente que, mientras no haya atesoramiento del efectivo en los colchones de los particulares y empresas y los bancos comerciales respeten los coeficientes de reserva a los que están obligados, como se decía antes, el dinero bancario representará casi el 90% del dinero en circulación (efectivo y depósitos) y la base monetaria del banco central representará el otro 10%.

La crisis financiera colapsó este mecanismo de creación de dinero bancario y la inflación de balances de los bancos centrales trató de contrarrestar los que hubieran sido terribles efectos sobre la economía inflando sus balances para evitar que la pirámide invertida de los medios de pago se viniera abajo, provocando una depresión duradera de la economía y el empleo. Lo cual se logró.

Mientras tanto, con las principales economías habiendo recuperado con creces los niveles previos a 2008, muchas de ellas en pleno empleo y sin tensiones inflacionistas en sus IPC, aunque con precios de los activos en máximos y tipos de interés negativos, una combinación muy, pero que muy rara de ver, los bancos centrales ya habían comenzado a retirar los estímulos monetarios antes del estallido de la pandemia en el inicio de 2020.

Detengámonos aquí, incomparable gemelo. ¿Inflación de los precios de los activos? ¿Y esto? Sí, esto… algo que muchos de los que hoy defienden que los lodos de hogaño de la inflación del IPC vienen de los polvos de los balances de los bancos centrales de antaño achacan, con razón, a aquellas políticas monetarias ultra expansivas. Cuando se les pregunta que dónde está la inflación anunciada antes de las carestías de la energía y los productos alimentarios no elaborados que experimentamos desde la segunda mitad de 2021, no encontrándola, responden que qué más pruebas queremos aparte de la evidentísima prueba de que los

activos financieros (renta fija soberana, especialmente, claro) estaban tan caros que sus rentabilidades implícitas llevaban mucho tiempo siendo negativas.

Perdona, paciente lector, esto no es para una nota al pie. Pero cuando un bono de renta fija a 1 año, cuyo valor nominal es 1.000 € se adquiere a la emisión por 950 €, marca una rentabilidad anual del 5,26%, que es la diferencia, en porcentaje, de lo que ha pagado el comprador entre lo que recibe al vencimiento (1.000 €) y lo que ha pagado al comprarlo (950 €).

Si ese mismo bono a un año, se compra a su emisión, en una subasta, por ejemplo, a 1.050 €, porque hay desconfianza y los inversores prefieren tener un bono de un emisor del que se fían, esperando recuperar al menos el nominal y evitando perder su dinero en otras inversiones o negocios que se desfondan, la rentabilidad de ese bono pasa a ser del -5,00%.

OK, se admite, los precios de los bonos cuya rentabilidad ha sido ultra baja o negativa en todos estos años, han inflado su precio. Pero, admitan con nosotros, que a diferencia de una cesta de bienes y servicios cuyo valor puede dispararse sin límite en periodos de inflación, un bono, por mucha demanda que tenga difícilmente será adquirido, a su emisión o posteriormente, por un valor muy superior a su nominal.

No. Si toda la inflación que han producido los bancos centrales con su compra masiva de activos ha sido que algunos tipos de bonos tengan rentabilidades moderadamente negativas durante unos cuantos años, estos seguros servidores de Vds. que somos mi incomparable gemelo y yo, ya les decimos que no compramos la idea de que estas operaciones monetarias, que hace años denominábamos todos *quantitave easing* (o QE, por sus siglas), son la causa de la inflación actual. Además, ya estamos viendo todos que a las compras masivas de activos les ha llegado su fin.

Retengan esto que acabamos de decir, volvemos a ello en unos párrafos.

La inflación actual, da apuro repetirlo, trae causa (no tan) remota, de las incomprensibles rupturas de las cadenas globales de suministro cuando la pandemia empezó a retroceder y la actividad económica global, en buena medida colapsada, comenzó su recuperación en firme. Decimos incomprensibles, porque muy pocos expertos vieron que la parálisis global, por las restricciones de movimiento y las cuarentenas, no solo estaban provocando que en muchas fábricas y otros establecimientos económicos se «apagase la luz» a la espera de una vuelta a la normalidad y la reanudación de la actividad.

No. Lo que paso es que se dejaron de hacer mantenimientos, muchas empresas medianas y

pequeñas, eslabones críticos de la cadena de suministro, cerraron para siempre y se observó que había ocurrido una destrucción efectiva de capacidad. De manera que las actividades productivas no se pudieron recuperar solo encendiendo la luz de nuevo en las naves una vez pasados los síntomas más graves de la pandemia.

A mediados de 2021, cuando el anterior problema empezaba a normalizarse (es cuestión de tiempo restablecer los eslabones de una cadena de suministro, pero se restablecen) una serie de accidentes y otras disrupciones en las redes de suministro gasístico a Europa, desde Rusia y en países aledaños con nodos críticos en los gasoductos, provocó desproporcionados aumentos de los precios de la energía que, para muchos analistas con criterio, estaban anunciando ya problemas de orden geoestratégico que estallarían meses más tarde con la invasión de Ucrania por parte de Rusia.

Hoy, como consecuencia de la grave, ilegal e irresponsable situación provocada por Rusia, y las sanciones, tenemos en todo el mundo inflación importada en los precios de la energía y las materias primas alimentarias y una formidable distorsión de las cadenas globales de suministro de estas materias primas vitales para todos los países.

Achacar esta inflación, que viene del lado de la oferta a las políticas de expansión monetaria de los bancos centrales iniciadas tras la gran recesión de 2009 es, sencillamente, impropio de cualquier observador mínimamente avisado.

Lo malo sería que la inflación del IPC general, en su mayor medida debida a la inflación de estos dos componentes críticos, contagie a las grandes partidas que componen el IPC subyacente, algo que puede estar pasando y que no es descartable en absoluto a gran escala. Esto encendería una espiral inflacionista que, de ser cebada con el paso de las tensiones inflacionistas a salarios y otras rentas, desataría un incendio inflacionario difícil de apagar sin daños colaterales que, en todo caso, serían muy inferiores a los que produciría una inflación acelerada prolongada.

No hemos invocado hasta ahora demasiado, ¿no Incomparable?, a los economistas ni a sus doctrinas, que se han visto cuestionadas por muchos. Ni fata que hace.

Pero sí que vamos a invocar a uno de los grandes *Chairmen* (presidentes) de la Reserva Federal americana, la Fed. ¿Se acuerdan de Volcker, Paul A. Volcker?

El presidente Volcker provocó una recesión de caballo en la economía americana a principios de los años ochenta del siglo pasado para atajar una espiral inflacionista que había desatado la indexación de precios y rentas como consecuencia de los repetidos golpes de subida de los

precios de la energía durante la larga Crisis del Petróleo iniciada en 1973. La inflación en los EE. UU. superó el 11% y Volcker llegó a subir los tipos hasta el 20%, provocando un par de recesiones en menos de tres años, la más dura en 1981-1982, en la que la tasa de paro aumentó hasta el 10%. Nunca desde la Gran Depresión se había visto nada igual en el país.

La inflación comenzó siendo de oferta, la indexación de los restantes precios y rentas la convirtió en una espiral muy amenazadora para el crecimiento. Volcker prefirió acabar de golpe con ella. En 1983 la tasa de inflación ya había vuelto a niveles inferiores al 4%. Este episodio pasó a ser uno de los más estudiados por los investigadores en macroeconomía durante las últimas décadas.

En su memoria se conoce a este tipo de recesiones como «*Volcker recessions*». Ya se empieza a ver esta expresión en los comunicados de algunos de los presidentes regionales de la Fed, de momento para decir que no estamos en una situación parecida.

Pues eso, acuérdense de Volcker, #RememberVolcker.